

日米金融危機対応における公的資金投入

—米国は日本から学んだのか—

瀧波 宏文*

Bailouts in Japan's and the United States' Financial Crisis Responses:

Did the U.S. learn from Japan?

Hirofumi Takinami*

要 約

1990年代及び2000年代において、日米両国はそれぞれ大規模な金融危機を経験した。本稿では、これらの、1997年をピークとする日本の金融危機と、2008年をピークとする米国の金融危機をとり上げ、公的資金投入の導入プロセスを比較・検討しながら、先行した日本の経験を踏まえて米国が対応するという意味での「学習 (learning)」があったのかに焦点を当てた。

具体的には、問題化した金融機関のバランスシート分析等を通じ、日米各金融危機対応の経緯を政治経済学的観点から比較すると、公的資金投入一特に、「不良資産買取り」よりも「資本注入」一の、不人気かつ論争を呼びやすく、重大な政治的ショックをもたらす性質が明らかである。しかし、米国は今回、公的資金投入について総じて日本よりも早期の対応を実現している。公的資金投入を導入する際の上記のような政治的制約を考慮すれば、「日本の経験からの8つの教訓」を巡り日本からの学習に否定的な見解を示す) Hoshi and Kashyap (2010) を批判的に見直すことができ、より全般的に日本の経験を積極的に米国が学習したことを示す各種のエピソードと併せ、「米国の金融危機対応に当たっては、日本の金融危機対応の経験から、政策決定・執行過程に影響を与える学習効果が存在した」との仮説を立証できる。即ち、米国は、公的資金投入という金融危機対応について、同じく民主主義国家であり経済大国である日本が経験した、歴史的に近接する危機への対応から学んだと言える。

キーワード：金融危機、公的資金投入、資本注入、不良資産買取り、日米比較、住専問題、
拓銀・山一破綻、サブプライム・ローン問題、リーマン・ショック、学習

* 財務省財務総合政策研究所客員研究員／早稲田大学大学院アジア太平洋研究科博士後期課程；Visiting Scholar, Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan／Graduate School of Asia-Pacific Studies, Waseda University, Doctoral Degree Program

はじめに

本論文は、1990・2000年代における日米の金融危機への対応を題材に、金融機関への公的資金投入について、特に政治経済学的観点から比較分析することを目的とする。

とりわけ本稿では、研究課題として、ともに民主主義国家であり経済大国である日米で歴史的に近接して発生したこの両危機に関し、公的資金投入の導入プロセスに当たって、先行した日本の経験を踏まえて米国が対応するという意味での「学習 (learning)」があったのかに焦点を当てる¹。

本論文の構成は以下の通りである。まず、先行研究との関係を示し、分析枠組みを提示する。続いて、日米それぞれの金融危機対応の経緯を辿り、「米国の金融危機対応に当たっては、日本の金融危機対応の経験から、政策決定・執行過程に影響を与える学習効果が存在した」との仮説を立て、両危機における公的資金投入をめぐる政治過程を比較・分析し、その仮説の検証を行う。

なお、金融危機対応における公的資金投入の必要性について、経済学的ないしは金融論的に立証することは、本研究の目的とするところではなく他に譲る。むしろ本稿では、金融危機対応における公的資金投入の必要性を前提として、日米政府がどのように公的資金投入の成功に辿りついているかを、特に政治経済学的に分析・比較する。

1. 先行研究との関係

日米金融危機²の社会経済への甚大な影響にも関わらず、両者を比較した研究は多くはない。数百年にわたる諸金融危機の研究として有名なラインハート&ロゴフ (2011) や Kindleberger and Aliber (2011) では、日米の両金融危機も含まれてはいるが、この両危機に焦点を絞って比較したものではなく、わずかな比較記述が見受けられる程度である。即ち、「アメリカの危機を目の当たりにしている日本の専門家は、一九九〇年代に米財務省や国際通貨基金 (IMF) が激しく批判していた政策の一つをアメリカ政府が採用したのを見て、自国の危機対応を思い起こしたに違いない³」、「米国や他の西洋先進諸国であれば個人に落ちていたであろう多くの損失は、社会化されるのが日本の伝統である。即ち、これらの損失は政府、そして最終的には納税者によって補填されるのである⁴」等である。

そのような中、例外的に日米両危機を直接比較しているのが、Hoshi and Kashyap (2010) である。同論文は、公的資金投入に関する「日本の経験からの8つの教訓」として、①銀行が資本支援を断る可能性、②救済パッケージを十分に大型とすること、③ソルベンシー (支払能力) 問題解決における資産買取りプログラムの限界、④支援を信用性のある検査プログラムと結び付ける重要性、⑤不良資産のリストラの重要性、⑥適切な整理 (resolution) 当局の価値、⑦ (中小企業向け貸出促進など) 政治主導的貸出の危険、⑧銀行の回復におけるマクロ経済成長の重大

1 本稿の内容は全て筆者の個人的見解であり、所属先の見解を示すものではない。

2 本稿では、1997年の北海道拓殖銀行・山一証券の破綻、2008年のリーマン・ブラザーズ倒産をそれぞれのピークとする危機を指す。

3 ラインハート、カーメン・M&ケネス・S・ロゴフ (2011)、『国家は破綻する 金融危機の800年』、日経BP社、v-vi頁。

4 Kindleberger, Charles P. and Robert Z. Aliber (2011) *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Hoboken, New York : Palgrave Macmillan, pp. 261. 筆者訳。(以下いずれの英著の訳についても同様。なお、和訳本が出ているものについては適宜参照したが、本稿での訳は筆者の責による。)

な役割、を挙げる。そして、このうち①については、米国が資本注入を実施する際、幾つかの金融機関が公的支援を得たくないとして強固にこだわったこと、④については、米国の資本注入が当初厳格な監査・検査を経ずして実施されたこと、⑥については、シティバンクへの追加資本注入の際、「国有化」（後述）に進むことができたはずであるが米国政府はそれをしなかったこと等を以て、それぞれ米国は学んでいない3ケースとしている。一方、⑦については、（自動車産業への援助に懸念を残しつつも）総体として非金融の「ゾンビ会社」を作るには至っていないことを以て、日本から学んでいるケースと位置づけている。その他の②、③、⑤及び⑧については、それぞれ、用意されたリソースが十分と証明されるかどうか未だ明らかではないこと、不良資産買取り案で米国政府が時間を浪費したこと、不良資産が多くの金融機関のバランスシート上に残っており投げ売りの悪影響等の問題が存在すること、米国で経済成長がどれだけ資本注入の助力となるかについて判断するにはまだ早すぎることを理由に、学んだか曖昧な4ケースであるとする。即ち、全体として日本金融危機対応からの学習について否定的である。（次表の左欄参照。）

但し、同論文は、政治的制約については立ち入らないとしている。即ち、彼らはアウトプットとしての「政策のデザイン面に関する教訓に集中する⁵⁾」としており、様々な政治的制約・反発

表 Hoshi and Kashyap (2010) による公的資金投入に関する「日本の経験からの8つの教訓」
～日本から米への学習に関する同論文の評価と、政治経済学的観点からの本稿の再評価～

		日本→米の学習に関する Hoshi and Kashyapの評価	(主な理由)	政治経済学的観点 からの再評価	(修正理由)
教訓①	銀行が資本支援を拒む可能性	×	資本注入(TARP 2)を実施する際、幾つかの金融機関が公的支援を得たが、強固にこだわった。	⇒ ○	主要銀行のOCCと一歩に呼んで、公的資金受領を迫り、拒否を阻止した。
教訓②	救済パッケージを十分に大型とすること	△	米国危機に対処するのに用意されたリソースが十分と証明されるまで、(まだ)明らかではない。	⇒ ○	リーマンショックから18日後に、日本での最大の公的資金枠に匹敵する7,000億ドルの議会承認を得た(日本は危機から3年遅れた)。
教訓③	ソルベンス(支払能力)問題解決における資産買取りプログラムの限界	△	「不良資産買取り案(TARP 1等)」に時間を費やした。	⇒ ○	「資本注入」に対して「不良資産買取り」に流れやすいという政治的なバイアスにさらされる。法案通過後1月も遅く、資本注入(TARP 2)に移行・発動した。
教訓④	支援を信用性のある検査プログラムと結びつける重要性	×	TARP 2が互利厳格な監査・検査を経ずして実施された。	⇒ △	危機から半年足らずで厳しい検査を行うストレス・テスト発表に至った(日本は3年を要した)。
教訓⑤	不良資産のリストラの重要性	△	不良資産が多くの金融機関のバランスシート上に残っており、投売り等の悪影響等の問題が存在する。	{ (本稿の分析の範囲内における政治経済学的観点からの変更なし) }	
教訓⑥	適切な整理(resolution)当局の価値	×	シティバンクへの追加資本注入の際、国有化に進むことができたはずだが、しなかった。		
教訓⑦	(中小企業向け貸出促進など)政治主導的貸出の危険	○	(自動車産業への援助に懸念が残るものの、)総体として非金融の「ゾンビ会社」を作るには至っていない。		
教訓⑧	銀行の倒産におけるマクロ経済成長の重大な役割	△	米国で経済成長がどれだけ資本注入の助力となるかについて判断するには、まだ早すぎる。		
総計(総評)		○1、△4、×3 (全体として学習に否定的)		⇒ ○4、△3、×1 (むしろ良く学習した)	

(注1) ○学んだ、△曖昧、×学んでいない

(注2) TARP: Troubled Asset Relief Program

(出所) Hoshi and Kashyap (2010) を踏まえ筆者作成

5 Hoshi, Takeo and Anil K. Kashyap (2010) "Will the U.S. bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan" Journal of Financial Economics. Vol. 97(3). pp. 410.

を伴う複雑な政治過程は、取り上げないとしている。

しかし、金融危機対応において政治的反発をどのように乗り越えるかは最大の問題であろう。後に 3. 及び 4. で見るように、不人気かつ論争を呼びやすい政策で、重大な政治的ショックをもたらす性質を有する公的資金投入について、政治的な文脈を深く考慮せずに学習の有無を断じることが不十分ではないかと考える。よって、本稿の眼目は、Hoshi and Kashyap (2010) の上記 8 項目の評価を、このような公的資金投入の特異な性質を踏まえた政治経済学的観点から再評価することにある。(前表の右欄参照。詳細は後述。)

この点、金融危機対応の政治経済学⁶的分析として特に参考になるのは、戸矢 (2003) である。1996 年に橋本内閣が提唱した「金融ビッグバン」の政治過程を分析した同書は、同時に 1998 年の金融国会における金融危機対応に関する政治経済学的分析も行っている。彼は、「1995 年以降の金融政治の新しい発展の本質は、政権交代が起こりうる金融危機の世界において、金融政治の決定因として『いまや公衆が重要である』ということ」と結論づけている⁷。戸矢は、政治過程におけるアクターを、国家アクター（政治家と官僚）と社会アクター（企業・利益集団⁸と公衆）に分類し、両者の相互作用の 2 つのパターンとして、国家アクターと利益集団との財・サービスの交換に基づく「利益集団政治」と、国家アクターが利益集団の圧力から独立して行動する「公益政治」とを挙げる⁹。そして、1995 年以降の金融政治において、公衆の支持を獲得するという目的のため「公益政治」が支配的となったことを示している¹⁰。即ち、従前の日本政治は、政財官のインフォーマルで閉じられた政策策定過程が特徴的で、「利益集団政治」になりがちだった¹¹。しかし、「スキャンダル、政策の失敗、そして金融危機が、多くの金融機関の破綻とともに起きた結果、公衆は金融問題に対して非常に敏感に反応¹²」するようになり、「政治家、官僚、企業は『国民の敵』になることによりその政治的影響力を失うリスクにさらされ」た。そこで、各アクターは「究極の目標」である「組織存続」を追求し、「公衆の利益（公益）を促進しよう」とした¹³としている。残念ながら彼は夭折したため、その後の日本の金融危機対応は追っていない。このような政治的制約面を考慮した両危機対応の比較はきわめて重要であると考えられ、本稿では同書をベースに分析を行いたい。なお、ここで留意すべきは、日本における「公益政治」の現出を前提とすることから明らかなように、従前指摘されることの多かった日本異質論及びそれに基づき日米の政治過程の比較をそもそも無理とする主張は、本稿では採らないということである。後に見るように、日米金融危機いずれにおいても、公的資金投入に当たっては公衆の意見

6 本来的に多義的な学際分野であるが、本稿においては「経済政策の策定過程を政治学あるいは社会科学一般に関連付けて論じる」（戸矢哲朗（2003）『金融ビッグバンの政治経済学—金融と公共政策策定における制度変化』、東洋経済新報社、xiii 頁）ことを指す。

7 戸矢 (2003) 348 頁。

8 大企業を中心とした経済団体や農業団体など、組織的に国家アクターに影響を与える団体を広く含む。

9 戸矢 (2003) 20 頁。なお、客観的な「公益」（公衆にとっての客観的な社会的・経済的な利益の総計）と「公衆の支持」（公衆からの主観的な支持）には、ずれが生じ得るものであり、戸矢もこの点認識している（92 頁）。よって、「公益政治」のポイントは、客観的な公益が追求されていること自体ではなく、公衆以外のアクター間の取引だけで政策が決まる「利益集団政治」のプロセスから逸脱して「公衆の支持」を意識した政策決定がなされているかどうかにある。逆に言えば、「公益政治」が実施されても、客観的な「公益」が追求されているとの保証はない。

10 Ibid. 第 7 章。

11 Ibid. 288 頁。

12 Ibid. 291 頁。

13 Ibid. 22 頁。

に配慮せざるを得ない政治環境にあったからである。

戸矢同様に組織存続の理論を基礎にしており、その意味で戸矢の分析の延長にあるのが上川 (2005)・(2010)¹⁴である。両書は、それぞれ高度成長期後 90 年代に至る経済政策、小泉政権の構造改革について政治経済学的な研究を行っており、金融危機対応についても取り上げているが、その分析は日本に限定され、当然日米比較には至っていない。

池尾 (2009)¹⁵は、経済学者の手によるものではあるが、2 期間 3 時点モデルを通じ最適破綻処理政策を整理し、これを踏まえて日本金融危機時における破綻処理制度の整備過程を追っており、その際、世論の影響など多分に政治的文脈も考慮している。

より本稿と密接に関係する政治経済学的研究は、久米 (2009)¹⁶である。「公益政治」の環境下において、金融機関への公的資金投入が政治的制約という意味でどれだけ著しい性格を有するかを、データも駆使して示している。同論文は、新聞報道の数値化によるデータ分析そして世論調査の数値を追い、最終的に竹中プランが採用された政治的条件を検討して、「金融危機が国民世論と政治アクターに十分に深刻なものと認識されることが投入にあたっての重要な条件である」、「公的資金投入がより大きな政策パッケージの一部として提示されることが、その実施を容易にする」との 2 つの結論を導出している。同論文の「政治的反発の強い公的資金投入策がどのような形で実施されていったか」という問題意識は、筆者としても共鳴するものがある。

これら以外に、両危機の事実関係を整理するものとして、鎌倉 (2005)¹⁷、Sorkin (2010)¹⁸等の論文・著作や、政府・中央銀行による公的な発表等があり、それぞれ該当するところで触れる。

日米を通じた公的資金投入の分析ツールとしては、Admati (2009)¹⁹のバランスシート分析が注目される。今般の米国金融危機対応においては、後に見るように公的資金投入の方式の変更がなされたが、彼女は同分析によって、その変更の必然性を説明している。バランスシートは基本的に世界共通であることから、この分析を発展させることで、米国だけでなく日本を含む様々な国の、各種の公的資金投入を大きく分類・整理することが可能である。

本稿では、この Admati (2009)を発展させた分析枠組み (2. 参照) を基に、戸矢 (2003)、久米 (2009) 等の視点をとり入れ日米の公的資金投入に関する政治経済学的な比較分析を行い、日本から米国への「学習 (learning)」について論じる。即ち、「米国の金融危機対応に当たっては、日本の金融危機対応の経験から」、特に戸矢 (2003) の言う国家アクターにおいて直接的に (そしてその影響の下、間接的に社会アクターにおいても) 「政策決定・執行過程に影響を与える

14 上川龍之進 (2005)『経済政策の政治学—90 年代経済危機をもたらした「制度配置」の解明』東洋経済新報社。同 (2010)『小泉改革の政治学』東洋経済新報社。

15 池尾和人 (2009)「銀行破綻と監督行政」、同編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策 4 不良債権と金融危機』、慶応義塾大学出版社、79-108 頁。

16 久米郁男 (2009)「公的資金投入をめぐる政治過程——住専処理から竹中プランまで」、池尾和人編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策 4 不良債権と金融危機』、慶応義塾大学出版社、215-249 頁。

17 鎌倉治子 (2005)「金融システム安定化のための公的資金注入の経緯と現状」、『調査と情報』第 477 号、国立国会図書館。

18 Sorkin, Andrew Ross. (2010) *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System — and Themselves.* (updated ed.) New York: Viking Penguin. なお、同書は、リーマン・ショックの最中にニューヨーク・タイムズ記者として取材をしていた筆者が、政府発表資料、関連各種記事等を踏まえ、更に数多くの関係者のインタビューを行って、米国金融危機の動向・事実関係を掘り下げて整理したことで高い評価を得ている。

19 Admati, Anat (2009) “Lecture note for the class of Finance.” Stanford Graduate School of Business.

学習効果が存在した」との仮説の立証を図る。

2. 公的資金投入の分析枠組み：問題化した金融機関のバランスシートを通じた分析

金融機関の経営問題に関連し、自己資本が重要であるということは、国際的にも広く認識されている。即ち、国際的な金融規制の問題を取り扱っているバーゼル銀行監督委員会により、資産リスクのバッファーになると位置づけられた自己資本についての規制（いわゆる BIS 規制）が 1988 年以降示されてきている。各国においても、この国際的な自己資本規制が前提となっている。

但し、これらは平時における各金融機関の経営問題に向けた事後的対応であることに留意が必要である。一方、本稿が扱っているのは、（金融機関の経営問題が一挙に多行についてシステミックに噴出する）金融危機が起きてしまった（あるいは起きつつある）局面であり、危機に対する事後的な対応である。Admati (2009) は、この事後的な視点を前提として、経営が問題化した金融機関のバランスシートがどのような状態になっているかを通じ、公的資金投入の分析を行っている。次の図に示した「問題化した金融機関のバランスシートを通じた分析」は、この Admati の観点を基に発展させたものである。具体的には、彼女が示した—それぞれ「静的」な—左右のバランスシートと公的資金投入の方式との関係を、筆者において金融危機自体の深刻さと「動的」に結合させ、併せて、日米金融危機、S&L 問題²⁰の例を追加した。

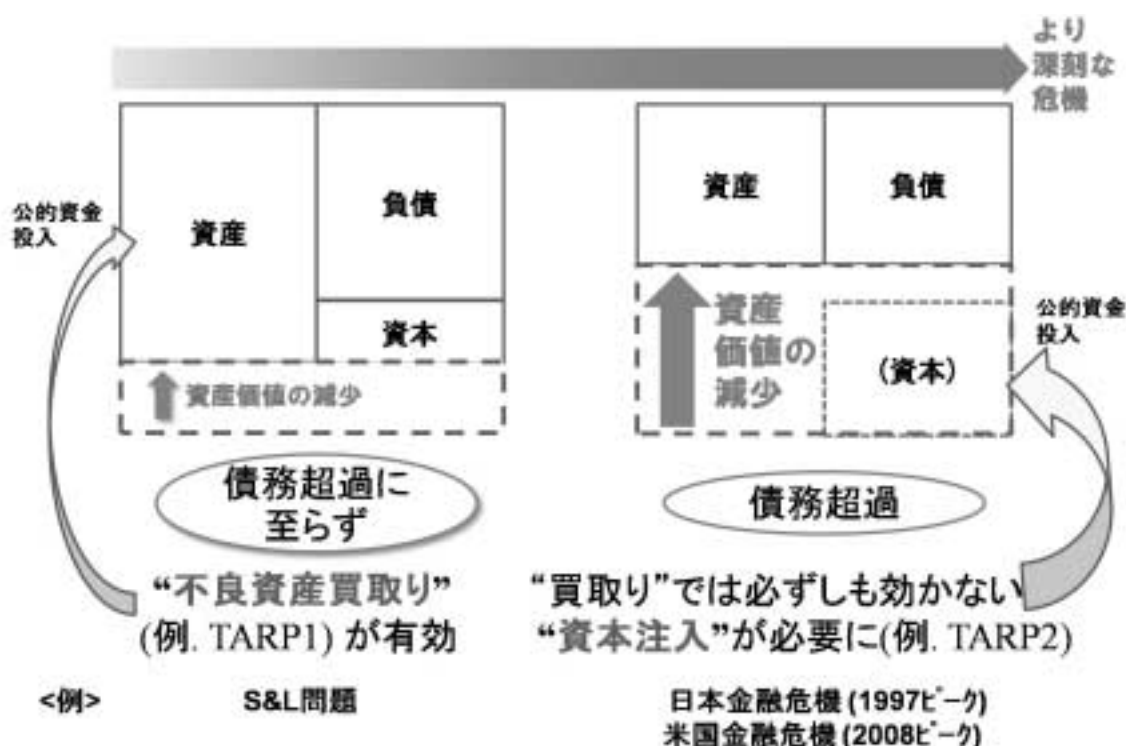
同図の左のバランスシートのように、仮に資産の実質価値が負債を上回っていれば、当該金融機関は債務超過には至っていない。この状況、つまり「流動性問題」の場合、公的資金投入の目的は、流動性を補い心理的萎縮に備えることにある。これは、「不良資産買取り」—即ち、資産サイドからの公的資金投入—により、当該不良資産を安定したキャッシュに差し替えることで、実現できる。（但し、個々のケースにおいて、買取価格をどうするかは、支援の必要性和納税者負担とのバランスを取る必要があり、難しい問題である。）

一方、同図の右のバランスシートのように、資産の実質価値が負債を下回っている場合、問題となる当該金融機関は債務超過に陥っており、不良資産の買取りによる流動性供給では必ずしも十分ではなくなる。この「ソルベンシー（支払能力）問題」の場合、もし政府が当該金融機関の倒産を認めないのであれば、「資本注入」—即ち、資本サイドからの公的資金投入—をする必要が生じる。（なお、債務超過の場合でも未だ不良資産買取りが有効な場合が有り得る。即ち、もし政府が資産を実質（＝市場）価値を十分に上回る価格で買い取れば有効となり得る。しかし、それは価格決定に左右される。一方、資本注入であれば、直接かつ無条件に債務超過状況にも有効である。）

ここで問題は、市場心理に伴い絶え間なく変化する資産の実質価値がどこまで縮小しているかは、容易に確定し難い、という点である。市場心理の悪化が続いていれば、資産価値も刻々と下落していくであろう（下方スパイラル）。我が国の金融危機の際も、当局発表の不良債権—実質価値が損なわれているという意味において、「不良資産」の一種—の総計がどんどん膨らんでいくことについて、政府に批判が集まった。Admati が指摘するように、2008 年の米国でも、

20 1980 年代後半、米国で生じた Saving and Loan Association（貯蓄貸付組合）問題。

図 問題化した金融機関のバランスシート分析



(注) TARP: Troubled Asset Relief Program

(出所) Admati (2009) に基づき筆者作成

TARP (Troubled Asset Relief Program 「不良資産救済プログラム」: 7,000 億ドルの税金による公的資金投入計画) として、その名前が示すように当初の計画である「不良資産買取り」(TARP 1) を実施しようとしたが、予想以上の資産価値の下落により頓挫し、「資本注入」(TARP 2) に移行せざるを得なくなった。これら日米の事例は、(後講釈でない限り) 縮小する資産価値を判定することの困難性を明らかにしている。

そして、これこそが、なぜ「資本注入」が「不良資産買取り」より効くのかの理由である。人々は、そして実のところ金融機関も規制当局も、現在自分達が直面しているのは流動性問題レベルの危機なのか、ソルベンシー問題レベルのものなのか確信が持てない。不確かさと疑念の中、ソルベンシー問題であったとしても確実に効果的な「資本注入」は、問題化した金融機関ひいては経済全体に対するより強力な支援と信用を確かにできるのである。

この問題化した金融機関のバランスシート分析を通じて、事後的にはあるが、各危機の深刻さを測ることができる。即ち、危機がいずれの公的資金投入方式で解決されたかによって、危機の深刻さが示される訳であり、端的には、不良資産買取りで解決された S&L 問題²¹は、資本注入まで要した 1990・2000 年代の日米金融危機の深刻さには比肩し難いということである。

21 金融機関の破綻による「銀行危機」の一つではあるが、問題化した貯蓄貸付組合はそもそも国の主要金融機関とまでは言えない規模・プレゼンスであった。

なお、いわゆる「国有化 (nationalization)」—日本金融危機では、1998 年に日本長期信用銀行 (長銀)・日本債権信用銀行 (日債銀) に適用された手法—は、強制的に当該金融機関の支配的株式を取得して国の管理下で倒産させるものであり、資本サイドに係わるため、その限りで資本注入に類する。しかし、「資本注入」は、一般に (りそな銀行への公的資金投入に見られるように) 相当のリストラを求めるものもあるが、それでも) 当該機関の存続を前提とするものである。つまり、強いて言えば「国有化」は非救済的資本注入であり、(狭義の)「資本注入」は救済的資本注入となる。本稿では、特に断らなければ、「資本注入」は狭義の意で使用し、「国有化」と区別する。

3. 1997 年をピークとする日本の金融危機

本節では、1. に示した先行研究及び 2. のバランスシート分析枠組みをベースに、政治的制約を考慮に入れて日本金融危機対応の経緯を辿る。

(1) バブル崩壊と 1992 年宮澤「公的援助」発言

後に「バブル」と称される 1980 年代後半の日本経済の好調は、1990 年代に入るとともに崩壊に至った。株価は 1989 年 12 月²²を、不動産価格は 1991 年²³をピークに長い低迷期に突入した。このような中、1992 年 8 月 30 日自民党軽井沢セミナーで宮澤総理は、金融機関が持つ不動産の流動化について「必要なら公的援助をすることもやぶさかではない」と発言した。しかし、経済団体も官庁もこの発言を支持せず、実現に至らなかった²⁴。

宮澤発言の公的資金投入は、株価・地価等が下落する中、金融機関が持つ担保不動産を買取る構想であったとされる²⁵。即ち、資産サイドからの支援であり、「不良資産買取り」に当たるものであったと考えられる。

この宮澤発言を、戸矢 (2003) に沿って分析すれば、同書は 1995 年より前の日本政治は未だ基本的に「利益集団政治」となる環境だったとの主張であることから、仮に具体的政府案として実際に提案され公衆が反対をするに至っていたとしても、国家アクターである政治家 (自民党)、官僚 (大蔵省) と、社会アクターの企業・利益集団 (経済団体) が合意すれば実現する可能性があったと推定できる。ただ、戸矢も認識しているように、「利益集団政治」が一般的な環境でも、政治家に対しては選挙という直接的な形で、また、官僚、企業に対しては潜在的に「国民の敵」と化して組織存続への危機を招きかねないという間接的な形で、それぞれ公衆は一定の影響力がある。この点、興味深いのは、これら日本の「オピニオン・リーダー」(本稿では、実態から考えて、「公衆」ではない全ての国家及び社会アクターを指すこととする) が、ほぼ揃って公衆の理解が得られない旨を宮澤発言への反対理由に挙げていた点である²⁶。1993 年の自民党下野に向けて「公益政治」到来が近付いていたとも見ることができるが、それにもまして、公的資金投

22 日経平均株価は、1989 年 12 月 29 日に史上最高値 38,957.44 円を記録。

23 公示地価は、1975 年以降 1991 年まで住宅地・商業地とも一貫して伸び続け、1975 年=100 として、1991 年に住宅地 325.38・商業地 299.44 と史上最高値を記録 (全国ベース)。

24 久米 (2009) 218-221 頁。

25 Ibid. 219 頁。

26 Ibid. 219-220 頁。

入という政策の元来的な不人気さが反映したものと考えられよう。

宮澤発言が不発となる一方で、日本経済は着実に悪化していった。

(2) 1995 年住専問題

日本で、本格的な金融危機が生じたのは 1997 年だが、1995 年の住専問題（住専と呼ばれた住宅ローン諸会社の破綻問題）は、そこに至る徴候的段階において公的資金投入がタブー化されたという点で、政治経済学的視点から重要であろう。

翌 1996 年のいわゆる住専国会に対し、政府は、当時銀行局と主計局がともに属していた大蔵省が中心となり、6,850 億円の公的資金投入を案として臨んだ。この初の政府による具体的な公的資金投入案は、技術的には、住専を無くす＝清算のために投入する案であり、住専に対し資金を貸していた銀行および農林系金融機関—資産デフレにより住専以外への貸付も含め不良資産で弱体化していた—を助けるものであった。即ち、公的資金は、住専の清算時に生じる損失額からこれら貸し手が放棄できる金額を差し引いた額を埋めるために使われるものであった。これは、銀行から見た場合、公的機関である預金保険機構による「不良資産買取り」であった²⁷。原資は税金であり、1996 年度予算で措置された。

政府は、これは金融システム維持および日本経済救済のために不可欠な案であると強調したが、「金融業界の特別扱い」に激しい批判を浴びた。マスコミは、特に 1996 年に入り反対報道を急増させた（久米（2009）の分析によれば、政治経済欄より「社会面に現れた強い反対報道」、即ち、経済政策上の賛否の議論ではなく、社会心理的な感情的反発に基づく反対の増加が顕著であった）²⁸。このような状況下、朝日新聞が行った世論調査によれば、87%の公衆は公的資金投入に反対であった²⁹。この公衆の激しい批判は、上記案について—その後の巨額の公的資金投入枠組みに比べれば、“tiny（わずか）”³⁰ 6,850 億円の案であったにもかかわらず—国会承認を得るのに多大の困難を生ぜしめた。大蔵大臣は、住専問題の解決の後、ノンバンク等に公的資金を投入しない旨、住専国会において約束せざるを得なかった³¹。その結果、金融機関への公的資金投入は政治的な「タブー」³²となり、その後の金融危機対応に深刻な制約を加えることとなった。

この一連の政治過程は、戸矢（2003）が主張する通り、1995 年以前に主流だった「利益集団政治」が消えたわけでないが、「公益政治」が顕著になってきたという転換を示していると言える。

このような公的資金投入を巡る政治的制約の下、実体経済・金融機関をめぐる環境の悪化は一段と進行していった。

(3) 1997 年危機

27 なお、住専から見た場合、強制的に潰され、債務超過を整理するために公的資金が投入されるという点で、「国有化」に類するとも言える。但し、清算であり株式の取得が絡まないという違いがあることに留意が必要。

28 久米(2010) 235-238 頁。

29 朝日新聞、1996 年 2 月 28 日。

30 Hoshi and Kashyap (2010) pp. 400.

31 1996 年 2 月 8 日衆議院予算委員会、同年 6 月 10 日参議院本会議等。

32 久米(2010) 225 頁。

その後、1997 年、日本は遂に三洋証券に始まる一連の大型破綻を経験した。都銀の一角をなす北海道拓殖銀行（拓銀）、そして 4 大証券会社の一つとして国際的に知られていた山一証券までもが次々と破綻した³³。この日本の 1997 年金融危機は、米国の 2008 年危機と似て、いわば急浮上する形で現れた³⁴。

1997 年の金融破局への恐れは、マスコミを含め公的資金投入議論の再開に道を開いた³⁵。久米（2009）の報道分析でも、1997 年末からの賛成ないし条件付き賛成の急増が見てとれる³⁶。公衆も、これらマスコミ報道等に触れ、そして何より途方もない金融不安を目の当たりにして、徐々に公的資金投入の必要性を認め始めた。1997 年 12 月の世論調査では、反対が 57%に弱まり、賛成は 19%となっている³⁷。

こうして政府は、1998 年 2 月金融安定化二法案³⁸の通過により、公的資金投入路線に立ち戻った。同二法に基づき、1997 年度 1 次補正予算で 30 兆円の公的資金枠（政府保証を含む。以下同じ）が措置され³⁹、預金保険機構内に金融危機管理審査委員会（いわゆる佐々波委員会）が設置された。同委員会の審査・決定により、同 3 月大手銀行 18 行および地方銀行 3 行を対象に、約 1.8 兆円が「資本注入」された⁴⁰。

このように、「公益政治」環境の下、一旦タブー化した公的資金投入が、危機から 3 ヶ月で法案成立、4 ヶ月を経てようやく実施に至った。即ち、我が国では、公的資金投入を巡り当初、「社会アクター」である公衆において「国家アクター」への反発が先行し、その後、危機発生により対応策としての公的資金投入の必要性が徐々に公衆にも認識されたため、投入までに時間を要した。この点、経済大国における近接した大規模金融危機の先行事例も欠く中、「国家アクター」の認識及び説得力が十分ではなかったと推測できる。

なお、この間米国からは、「すべての大銀行に公的資金が使われるとすれば、それは（日本の）国際的信用を落とす」という強い懸念が示された。（1998 年 2 月 13 日、米財務省に呼び出された斉藤駐米大使に対してサマーズ財務副長官（当時）から表明⁴¹。）しかし、この時日本は、資本注入した銀行は問題を抱えているとのレッテル貼りを招く“negative signal⁴²”の問題を避けるため、主要銀行への「横並び」資本注入を選んだ。（この際、健全行からは資本注入受領への抵抗があり、それを抑えるべく注入額を健全行に合わせたため、注入額が少なくなったと言われる。）

しかし、日本長期信用銀行の経営危機が表面化⁴³する等、引き続き金融不安は続行した。

33 1997 年の各倒産確定日：三洋証券 11 月 3 日（月：祝日）、拓銀 11 月 17 日（月）、山一証券 11 月 24 日（月）。

34 水面下では、事前の段階で、日本では不良債権問題の深刻化に基づき当局が危機感を強めており、また、米国ではサブプライム関連商品の問題に当局が対応を迫られてはいた。

35 2007 年 12 月 15 日付朝日新聞の回顧的記事参照。

36 久米（2010）236 頁。

37 共同通信社実施。産経新聞 1997 年 12 月 24 日記事。

38 金融機能安定化緊急措置法および改正預金保険法。1998 年 2 月 18 日成立。

39 鎌倉治子（2005）2-5 頁。

40 預金保険機構（1998）『平成 9 年度預金保険機構年報』、預金保険機構。3 月 10 日（4 銀行）および 12 日（その他 17 銀行）決定。

41 西野智彦（2001）『検証 経済迷走—なぜ危機が続くのか』、岩波新書、75-79 頁。

42 Hoshi and Kashyap（2010）pp. 411.

43 『現代』1998 年 7 月号（6 月 5 日発売）、講談社。

(4) 1998 年金融国会

1998 年秋の臨時国会（いわゆる「金融国会」）では、再び金融危機対応立法が議論された。与党自民党は、7 月の参院選敗退で過半数を得られなかったため、先に進むには野党に譲歩せざるを得なかった。問題化した銀行をどれだけ厳しく扱うかに意見の違いはあったものの、最大野党である民主党は、「責任政党」として振る舞い、単に全ての異なる見解に対して反対するのではなく、建設的に対応しようとした。この際は、経済団体をはじめ多くの人々により、資本注入を求めるキャンペーンがあった⁴⁴。

各党の様々な層が複雑に交渉した結果、民主党案による破綻金融機関の国有化を定める「金融再生法」が成立した。続いて、破綻前に公的資金を投入する新しい枠組みを定める自民党案である「金融機能早期健全化措置法（早期健全化法）」が成立した。公的資金枠は、1998 年度 2 次補正予算により 60 兆円に拡大された⁴⁵。

問題化した銀行に対し厳しい態度を取るという民主党の立場を反映した前者の金融再生法に基づき、長銀及び日債銀は、新しく設置された金融再生委員会（閣僚を委員長とする総理府の外局）の決定によって 1998 年 10 月及び 12 月にそれぞれ強制的に国有化された。そして、株主責任を問うため無補償で株式の無価値化がなされた後、当該国有化によって実現化した損失を埋めるために公的資金が投入された（それぞれ 3.6 及び 3.2 兆円）。前者は米国投資会社リップルウッドを中心とした外資に、後者はソフトバンク等にそれぞれ「わずか⁴⁶」10 億円で売られた。

一方、後者の早期健全化法に基づく、金融再生委員会の審査・決定により、1999 年 3 月から 2000 年 10 月にかけて 25 行に対し計約 8.4 兆円の公的資金が「資本注入」された⁴⁷。これらの公的資金投入は、長銀・日債銀の国有化と異なり、破綻前の予防的手法であり、上記（3）で記した 1998 年 3 月の資本注入と同様、横並び救済であった⁴⁸。この注入に当たっては、1998 年の金融危機管理審査委員会よりは詳しく資産審査がなされた。公的資金枠は、2000 年度予算において終に 70 兆円という最大値に至った⁴⁹。

なお、その際、民主党の提案をベースとして、整理回収機構（日本版 RTC）が創設された。これは、S&L 問題の解決に効を奏したと言われる RTC（Resolution Trust Corporation：整理信託公社）を範にしたものであり、「不良資産買取り」を中心業務として提案されたものである。民主党は、戦後長く与党の座を占めた自民党の「利益集団政治」を批判してきたため、より「公益政治」を掲げた党であり、その提案が、銀行に厳しい「国有化」とともに「不良資産買取り」を主張しているのは、「資本注入」に比べた場合、まだ公衆に説明しやすいという面の現れと考えられる。即ち、株式取得により直接銀行を助ける資本注入に比べれば、不良資産買取りは資産に対して対価を払うという双方向性が見えやすく、また、政府が銀行に代わって回収する説

44 戸矢（2003）277 頁。

45 鎌倉（2005）3-5 頁。

46 例えば、週刊朝日、2000 年 8 月 18 日「新生銀行、こんなに嫌われている 銀行団からも仲間外れ」参照。

47 金融再生委員会の 1999 年 3 月 12 日、9 月 13 日、12 月 9 日および 2000 年 3 月 14 日付各発表。

48 最も安定した主要銀行である東京三菱銀行は、この時は例外的に公的資金を受け取らなかった。しかし、弱体化した主要銀行を破綻に向けて放置しているわけではないため、この東京三菱銀行の不受領は、「横並び」救済という性格を変えるものではない。

49 鎌倉（2005）4-5 頁。

明も公衆にはより受け入れやすいであろう。

このように、「国有化」、「不良資産買取り」という比較的公衆に受け入れやすい方策を認めつつ、1998 年より規模の大きい「資本注入」が実施された。

だが、これらの措置は当時の金融不安・経済停滞を抑え込むには十分ではなく、我が国はいわゆる「失われた 10 年」を経験し、停滞は 2000 年代初頭に続いていった。株式市場は低迷し、日経平均は 2001 年には年内最安値が 10,000 円を切り、翌年以降さらに下落して行った。経済成長率⁵⁰は、2000 年に 2.9%を記録して一旦回復を見せたものの、その後 2001 年、2002 年にそれぞれ 0.2%、0.3%と低迷した。

(6) 2003 年りそな銀行公的資金投入

この文脈で看過できないのが、2003 年りそな銀行への公的資金注入の重要性である。今回は、官邸で内閣官房により「金融危機対応会議⁵¹」が開催され、この日本 5 大銀行の一つに約 2 兆円の資本注入を決定した⁵²。小泉総理大臣（当時）が同会議の議長を務め、その他のメンバーは内閣官房長官、財務大臣、金融担当大臣、金融庁長官⁵³、そして日経総裁である。従前の資本注入と同様に税金原資であるが、この際の資産査定は厳しく、自己資本の繰り延べ税金資産への依存も問い直された。1998 年、1999－2000 年の資本注入と違い、今回は経営陣の退陣、職員のボーナスカットや給与 3 割減といった厳しいリストラを要求するものでもあった。しかし、りそなの看板は維持され、長銀・日債銀のようにその存続を否定した「国有化」ではない。即ち、救済度合いは低いものの、「(救済的) 資本注入」の範囲に入るものと位置づけられる。

公衆の支持を頼りに従来の政治過程を大きく逸脱して「構造改革」を断行した小泉政権は、戸矢（2003）の予見した「公益政治」を日本政治に如実に現出させた例と言えよう。先述のように、久米（2009）は、りそな公的資金投入がこの「構造改革」の一環として提示されたことが、公衆の理解を得てその実施を容易にした鍵としている。りそな公的資金投入の評価に当たっては、竹中金融担当大臣の銀行に対する厳しい姿勢が好意的に取り上げられることが多いが、本稿の「問題化した金融機関のバランスシートを通じた分析」を踏まえると、「躊躇せずに一時国有（国営）化するという姿勢をにじませていた」が「本番になると、国有化の決断を回避した」という池尾（2009）の指摘が的確に思われる（104 頁）。即ち、銀行が最も恐れる「国有化」（国の管理下での倒産）で各行を揺さぶりつつも、結局は「資本注入」による救済を採らざるを得なかった。「公的資金投入」という大きなくくりの中で、両者は公衆からは一体視された向きがあるが、当の銀行そして市場関係者には、株式が無価値化するかという大きな差を生じるものであり、本音としては安堵したであろう。実際、この公的資金投入に伴い、遂に株式市場が反転した。日経平均は 7,608 円で底を打ち、上昇傾向に入った。経済成長率は、2003 年に 1.4%に上昇し、その後 2008 年に米金融危機が到来するまで、2～3%を維持した。これは、効果的かつ成功した金融機関への公的資金投入だったと言うことができよう。

50 内閣府 SNA（国民経済計算）統計より実質 GDP、暦年ベース

51 内閣府設置法第 40 条および第 42 条により設置。

52 2003 年 5 月 17 日同会議第一回会合

53 金融庁は、内閣府の外局であり、（従前大蔵省が担当していた）金融業界および金融市場の監督を所管している。

4. 2008 年をピークとする米国の金融危機

本節では、前節同様、政治的制約を考慮に入れて、米国金融危機対応の経緯を辿る。

(1) ベアー・スターンズ救済

1990 年代より基本的に上昇し続けた米国住宅価格は、2006 年についてピークを打った⁵⁴。米国住宅バブルの崩壊である。住宅価格の上昇を前提とした、サブプライム・ローン（非優良借り手に対する貸付）の興隆が遂に終了した。

2008 年に入り、金融不安が本格的に米国を襲った。3 月、レバレッジ率が 5 大投資銀行の中で最も高かった⁵⁵ 第 5 位ベアー・スターンズが、十分な流動性を欠き、商業銀行 JP モルガンに買収された。この買収は、ニューヨーク連銀ガイトナー総裁を中心とする仲介⁵⁶による、同連銀からの 290 億ドル緊急融資を前提にしたものだった。この 290 億ドルと JP モルガンからの 10 億ドルで LLC（有限責任会社）が設立され、ベアーのモーゲージ関連証券や付随するデリバティブをはじめとする不良資産を引き受けた⁵⁷。残る「グッド・バンク」部分が JP モルガンに吸収された。これは、合併に伴うものであり救済対象金融機関への直接の支出ではないが、広義の「不良資産買取り」に位置付けられよう。なお、この公的資金投入は、中央銀行からの支出であり、税金によるものではない。

戸矢（2003）のモデルを米国に援用するには、FRB⁵⁸を含む米国の官庁では、日本と違い、リボルビング・ドア（回転扉）と称されるように経済界・学界など外部との人材の頻繁な行き来が通常であり、（組織としての一体・一貫性というよりも、）時々のトップの個性に戦略の決定がより強く左右されるという米国の事情を考慮に入れる必要がある。しかし、少なくとも、公衆の支持獲得を意識し国家アクターが利益集団の圧力から独立して行動する「公益政治」と、国家アクターと利益集団という社会アクターとの取引で政治が決まる「利益集団政治」の対比による分析は、十分に適用可能と思われる。

この点、ベアー救済時の政治過程は、戸矢の言う「利益集団政治」によるものであったと言える。特に、議会からも独立した中央銀行からの支出であったことで、より容易に救済が実現されたと言える。しかし、このベアー救済により、バーナンキ FRB 議長・ガイトナー総裁・ポールソン財務長官らは、公衆・マスコミからの批判にさらされ、これがリーマン経営危機対応への制約となってくる。

一方、ベアー救済の後、同年 7 月に政府支援機関（GSE⁵⁹）であるファニー・メイ⁶⁰およびフレディ・マック⁶¹への政府の援助も実施されたが、根本的な解決には至らなかった。

54 S&P ケース・シラー全米住宅価格指数は、2006 年第二四半期においてピーク値 189.93 を記録した。（2000 年第一四半期=100.00）

55 30%超。2007 Annual Report (SEC 10-K)。

56 Sorkin (2010) pp. 59.

57 Federal Reserve Bank of New York, "Maiden Lane Transactions."

58 直接は Federal Reserve Board（連邦準備制度理事会）の訳であるが、本稿では、（多くの日本の金融関係の著作・記事同様に）理事会そのものだけでなく、その下に統括される各地区の連銀（ニューヨーク連銀他）を含めた米国連邦準備制度全般を指すものとする。

59 Government-sponsored enterprises

60 Fannie Mae (Federal National Mortgage Association)

61 Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)

(2) リーマン破綻および AIG 救済

リーマン・ショックの1月前の2008年8月、バーナンキは、ワイオミング州ジャクソン・ホール（米国の主要経済学者等が集う毎年恒例の会議が開催される）で、「我々は、多くを大恐慌と日本から学んでいるので、どちら（の深刻な不況）にもならない」と発言している⁶²。

しかし、流動性確保を日々のコマーシャル・ペーパー（CP⁶³）等の証券発行やレポ⁶⁴取引に依存していた投資銀行は、第4位であるリーマン・ブラザーズをはじめとして、皆キャッシュ・フロー問題と株価下落に悩まされていた。ベアー救済への世論の批判を踏まえ、財務省・FRB・SEC⁶⁵は、公衆の反発を呼ぶ救済を繰り返すことはできないと考えていた⁶⁶。そのため民間共助の道を探るべく、9月12日金曜日、主要銀行のCEOをニューヨーク連銀に招集し、週末も協議を続けた。買収先は米商業銀行バンク・オブ・アメリカ（バンカメ）あるいは英商業銀行バークレーズのいずれかに絞られたが、結局前者は、リーマン同様資金難に陥った第3位投資銀行のメリル・リンチ買収に向かうことを決めた。このため、リーマンの不良資産を分離するための他行からの共同支援を含め、バークレーズとの買収が成るかに見えたが、交渉過程で十分に情報を与えられなかったこともあり、英国政府がこの取引に留保を表明し、株主投票の免除を許可しなかった。英国の上場企業向け規則により、バークレーズがリーマンの債務を保証するにはこの株主投票が必要とされており、それを実際に実施すれば1〜2カ月かかってしまうものだった。この英国政府の回答の瞬間、リーマンの倒産が決まった⁶⁷。

9月15日月曜日、リーマンは倒産申請し、AIGの資金不足が浮上した。FRBを含む米国政府は、再び民間共助を模索したが、失敗に終わった。リーマンを救済しなかったことでモラル・ハザードを回避したとメディアや議会からは称賛されたが、AIGの倒産は金融システム自体の崩壊に直結しかねないものであった。なぜなら、AIGは、保険業界におけるその巨大なプレゼンスに加え、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS⁶⁸）を通じ、各銀行が資本基準を満たすのに不可欠な存在だったからである。リーマン破綻により引き金を引かれたこの危機に直面し、バーナンキもポールソンも、連邦準備法第13条3項を発動するというガイトナーの救済プランに同意するに至った。即ち、同項が認める「異常かつ緊急」状況における「銀行」以外へのFRBからの融資を実施するというものである⁶⁹。ここで注意すべきは、法令上の「銀行」とは預金を有する商業銀行を指し、投資銀行は含まれないということである。逆に、投資銀行（インベストメント・バンク）は、法令上は、単なる「ブローカー・ディーラー」とされる。同項の発動とは、保険会社AIGを救済しつつ、ベアー⁷⁰、リーマンと崩れた投資銀行を今後はFRBが支えるとい

62 Sorkin (2010) pp. 223.

63 Commercial paper

64 Repo (Repurchase agreement)

65 Securities and Exchange Commission : 証券取引委員会

66 Sorkin (2010) pp. 284.

67 Ibid. pp. 345-353.

68 Credit Default Swap: 対象金融商品のデフォルトの際、損失を補填する一種の保険契約。数多くの銀行がこれをAIGから購入することで、保有資産のリスク評価を補い、自己資本比率基準を満たしていた。

69 Sorkin (2010) pp. 397-401.

70 ベアー・スターンズの商業銀行JPモルガンによる買収の際、ニューヨーク連銀からの救済支出は、あくまで「銀行」であるJPモルガンに対するものであった。

う含みを持つものだった。同項に基づき FRB は、9 月 16 日、AIG の株式の 79.9%を取得する代わりに 850 億ドルの融資を行った⁷¹。

この救済は、再び税金原資ではなく FRB からの支出であるが、株式の取得によるものであり「資本注入」に該当する。

公衆を意識した「公益政治」的な環境の中で、リーマン・ショックに当たり不人気政策である公的資金投入というカードを切れなかったのは、日本の 1997 年危機時と同じであったと言える。しかし、リーマン倒産の翌日には、早くも AIG 救済に舵を切った。後述するように日本をよく知るガイトナーの主導で、議会から独立した中央銀行の決定とは言え、リーマン非救済への公衆の称賛にもかかわらず、驚くほど短期に公的資金投入路線に復帰したのである。

(3) TARP (不良資産救済プログラム)⁷²

AIG 救済にかかわらずリーマン破綻のショックは止まらず、MMF⁷³に波及した。米国で最も古い MMF が、リーマン債を含んでいたため、額面割れを生じてしまった⁷⁴。MMF がキャッシュを提供していた短期金融市場が急激に冷え込み、CP の発行によってキャッシュを得ることも困難となった⁷⁵。上述のように、預金基盤を有する商業銀行と異なり、流動性確保を日々の CP 発行等に依存していた投資銀行のビジネス・モデルが持たなくなった訳である。残る投資銀行、即ち、第 2 位モルガン・スタンレーそして最大手ゴールドマン・サックスも経営難に陥り⁷⁶、ついに両社は、FRB の融資へ直接的なアクセスを得るために、銀行持ち株会社への転身を決定した(9 月 21 日 FRB 承認⁷⁷)。

このような金融危機の混乱の中、米国政府は税金を原資とする公的資金投入に動く。この時、スウェイゲル財務次官補(経済政策担当)は、ポールソンらに対し、政治的失敗を恐れて問題対処を回避することなく大胆に動く必要性を強調するため、「日本みたいになりたくないでしょう?」と発言し、公的資金投入に向かうことを進言している⁷⁸。財務省は、TARP を含む緊急経済安定化法案⁷⁹を連邦議会に提出し、7,000 億ドルを要求した。同法案は一旦否決され、マーケットを動揺させた。しかし、S&L 最大手ワシントン・ミューチュアルの破綻に続く大手商業銀行ワコビアの経営不安は、預金基盤を有する金融機関への危機の波及を明示した。加えて、法案自体も、種々の税制優遇措置や預金保険の上限を 10 万ドルから 25 万ドルに引き上げる措置を盛り込む修正を加えた⁸⁰。ここに至り、当初案に反対票を投じた下院議員も賛成に回るようになり、リーマン・ショックから 18 日後の 10 月 3 日に修正法案は成立した⁸¹。

71 Federal Reserve Bank of New York. September 29, 2008. Press Release “Statement by the Federal Reserve Bank of New York Regarding AIG Transaction.”

72 Troubled Asset Relief Program

73 Money Markets Funds (T-bill、CP をはじめとする短期の公社債に投資するファンド)。Sorkin (2010) pp. 88 参照。

74 Bloomberg. September 17, 2008. “Reserve Money Fund Falls Below \$1, Delays Withdrawals.”

75 日本経済新聞社 (2009)『大収縮 検証・グローバル危機』日本経済新聞社、23 頁。

76 これは、特に米国で繁栄した「シャドウ・バンキング・システム」—投資銀行やヘッジ・ファンド等(商業銀行とは異なり)預金基盤を有しない金融機関が金融市場の主要部分を占めるシステム—の崩壊も意味した。

77 Board of Governors of the Federal Reserve System. September 21, 2008. Press Release.

78 Sorkin (2010) pp. 422.

79 Emergency Economic Stabilization Act

80 Sorkin (2010) pp. 507.

81 2008 年 9 月 29 日当初案を下院否決、10 月 1 日修正案を上院可決、3 日同案を下院可決・大統領署名・法案成立。

TARP（不良資産救済プログラム）は、当初、その名前通り金融機関からの「不良資産買取り」戦略（TARP 1）であった。ポールソンが、S&L問題の解決に奏功したと言われる RTC の前例を踏まえ、これが政治的に最も受け入れられやすいと考えたからである。彼は、株式ではなく「資産を買取することで、政府と民間セクターの明確な境界も維持することもできる」⁸²としていた。

しかし、先述のように、予想以上の資産価値の下落の中、法律の制定に向けた過程で再考され、実施の際には、「資本注入」（TARP 2）へと姿を変えていた。これが可能であったのは、TARP のための緊急経済安定化法が、政府が買うことのできる「不良債権」の定義において、オープン・エンドなその他条項―「Sec.3. (9) (B)（財務）長官が、FRB 議長と協議の上、金融市場の安定を向上させるためにその買取りが必要と決定したその他の金融商品…」―を定め、政府に幅広い柔軟性を与えていたためである。これは「隠された条項」とも呼ばれた⁸³。米国政府は、金融機関の株式は、この条項における「その他の金融商品」に当たると解釈したのである。

TARP 2 の実施のため、10 月 13 日月曜日、財務省、FRB、FDIC⁸⁴（連邦預金保険公社）は共同して、ワシントン DC に主要 9 銀行の CEO を招集して会合を開催し、これら三機関のトップ（ポールソン、バーナンキ、ベア）そしてガイトナーが臨席した。日本の時と同様、健全行が受け取りに難色を示したが、政府側は、公的資金を例外なく一律に受領することを強く要請し、その場において CEO 全員からサインを取った。そして翌 14 日、これら主要 9 行以外も含む金融機関の最優先株（senior preferred share）取得により最大 2,500 億ドルの資本注入を実施することを発表した⁸⁵。これは一律横並び同時救済であり、さらに、形式的な審査すらなく決定されたのは日本でも見られなかったことであった。

以上のように、危機から公的資金投入法案成立まで 3 ヶ月を要した日本と比して、米国はわずか 18 日と非常に早く法案成立に至った。背景としては、まず「国家アクター」である米国政府内での日本金融危機についての知識が挙げられよう。ガイトナーは、かつて東京の米国大使館のアタッシェとして日本に在住した経験があり、日本金融危機の際には、米財務省において G7 案件を含む国際問題担当として働いていた。バーナンキは、日本金融危機の際、日本の金融政策についての論文を書いている⁸⁶。彼らは、日本の経験から、金融危機対応における公的資金投入の重要性は認識していたと思われる。例えば、ガイトナーは、2010 年 10 月カリフォルニアでの講演会にて、日本からの教訓は何かという質問に対して、「今回の危機に対する大統領の判断・戦略は、『このような危機の時は、圧倒的な金融的な力（financial force）を投入して金融パニックを止めるため、とても迅速に動かねばならない』というものであった⁸⁷。」と回答している。ここでガイトナーが“financial force”という耳慣れない用語を使っているのが興味深い。これ

82 Sorkin (2010) pp. 422.

83 日本経済新聞社 (2009) 103 頁。

84 Federal Deposit Insurance Corporation

85 Sorkin (2010) pp. 524-531 および US Treasury. October 14, 2008. Press Release “Treasury Announces TARP Capital Purchase Program Description.” 参照。

86 Bernanke, Ben. (2000) “Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?” Adam S. Posen and Ryoichi Mikitani, editors. Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience. Washington, DC: Institute for International Economics.

87 Speech at the Commonwealth Club, October 18, 2010 at Palo Alto, CA. The Commonwealth Vol. 105, No. 02 (February/March 2011). pp. 25.

は積極財政や金融緩和も含み得るものであろうが、それ以上に、公的資金投入も包含し得ることが注意を引く。(ガイトナーはこの用語を他の場所でも使用している⁸⁸⁾)

また、「社会アクター」であり、「国家アクター」と同じく米社会の「オピニオン・リーダー」でもある、経営者達からも、公的資金投入は比較的支持を受けた。例えば、米国を代表する投資家であり、その言動が市場に影響を与えるウォーレン・バффェットは、米政府に対する公開「感謝状」を書き、バーナンキ、ポールソン、ガイトナー、そして、ベアを称賛した⁸⁹⁾。(但し、米国政府に比べ、米経営者が日本金融危機から積極的に学習したとのエピソードには欠ける。)

そして、これら「オピニオン・リーダー」の主張に耳を傾ける公衆も、あくまで比較的ではあるが、公的資金投入への批判は穏やかだった。ギャラップ調査によれば、2008年10月において、「アメリカの金融機関が直面する問題に対処するため、政府が7,000億ドルまでの支援を提供する法律を成立させたことは、悪いことである」と考えている米国人は41%であった⁹⁰⁾。

このような背景の中、「国家アクター」である議員達は、緊急経済安定化法案を一度は否決したが、わずか4日後に修正案を可決した。AIG救済と異なり税金原資であり、議会の承認が必要な分、公衆の支持獲得を求める「公益政治」環境下での制約は強くなる。しかし、米国、特に同国の「国家アクター」は、日本金融危機という先行事例も踏まえ、公衆に顕著に不人気という公的資金投入の問題を早期に乗り越えたと言える。

このTARP 2実施の発表により、米国株式市場は一進一退に入るかに見えたが、11月シティバンクの経営不安が高まる中、株式市場は再び急落。財務省・FRB・FDICはシティへ200億ドルの追加資本注入を決定した⁹¹⁾。さらに12月、メルル・リンチの損失拡大により、バンカメは予定していたメルル買収に二の足を踏んだ⁹²⁾。合併実現のため、財務省・FRB・FDICは再度200億ドルの追加資本注入をバンカメにも行った⁹³⁾。

(4) オバマ政権

このような困難な時期を乗り切った米国は、2009年1月20日の宣誓式で新大統領を正式に迎える。オバマ大統領は、ホワイトハウスにおける最初の記者会見において、日本の経験に言及し、「我々は日本で1990年代に何が起きたかを見た。彼らは十分大胆かつ迅速に動くことができず、その結果、90年代を通じて意味ある経済成長を基本的に全く得ることができないという『失われた10年』に苦しんだ。」と語った⁹⁴⁾。日本の「失敗」を指摘することで、自分達の政策を正当

88 Speech at the NYU Stern School of Business (Q&A Session), August 2, 2010.

89 Buffet, Warren E. (2010) "Pretty Good for Government Work" New York Times. November 16, 2010.

90 これに対し、「良いことである」と考えている人は50%であった。Gallup Poll, 2008年10月3~5日調査。(Gallup. December 9, 2008. "Initial Bailout Falling Out of Favor With Americans: More likely now than in October to see it as a 'bad thing'." 参照。)

91 Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, and U.S. Department of the Treasury. November 23, 2008. Joint Press Release "Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and the FDIC on Citigroup."

92 日本経済新聞社 (2009) 137頁。

93 Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, and U.S. Department of the Treasury. January 16, 2009. Joint Press Release "Treasury, Federal Reserve, and the FDIC Provide Assistance to Bank of America."

94 2009年2月9日ホワイトハウスにおけるオバマ大統領プレス・カンファレンス。(Wall Street Journal. February 10, 2009. "Obama Warns of 'Lost Decade' - President Says Federal Government Is the Only Remaining Option to Jolt Economy." 参照。)

化し他のオピニオン・リーダーそして公衆を説得できたという典型的な例である。オバマ大統領は、ガイトナーを財務長官にするとともに、日本金融危機の際、日本にプレッシャーをかけたサマーズを NEC⁹⁵委員長にした。

大統領が前面に出る中、2月末の大手金融機関のストレス・テスト（資産査定）実施の発表⁹⁶、3月頭に AIG への 300 億ドルの追加資本注入がなされ、3月上旬ようやく株価が上昇傾向に転じた⁹⁷。同様に、2008 年第 4 四半期に -8.9%と沈み込んだ経済成長率も、2009 年第 1 四半期に -6.7%と回復し始め、同第 2・第 3 四半期にそれぞれ -0.7%、+1.7%と上昇していつている。それは、まるで 2003 年の日本の経済底打ちの軌跡を見るようである。

よって、米国での成功した公的資金投入とは、2009 年のストレス・テスト付の資本注入と言えよう。他方、米国では主要金融機関の「国有化」はなされなかった。これを踏まえて、バーナンキが、2012 年 2 月の上院予算委員会において、「日本は、2009 年（ママ）に米国が銀行に資本増強したほど早くは動いていない。日本はこうした状況に陥った最初の国であり、他の国を参考にする便益を受けられなかった。我々は日本から学んでいる。」と証言していることが注目される⁹⁸。日本からの学習、そして米国のフォロアーとしての優位さを直裁に認めていることに加え、公的資金投入、中でも特にストレス・テスト付の 2009 年資本注入を重視していることが目を引く。

5. 日米金融危機対応の比較分析

上記 3. 及び 4. が如実に示すように、公的資金投入は、公衆の批判を非常に受けやすい。

また、イデオロギー的に、市場メカニズムに則って展開される企業取引に政府が介入することは、理論的にも実務的にも様々な議論を引き起こす。そもそも、「不良資産買取り」でさえ、公的資金投入の一方式として、自由市場重視論者一市場の失敗でなければ政府の「介入」に反対する人々からの支持を得ることは容易ではない。ましてや、「資本注入」つまり銀行の政府保有は、経済学者や政治家など「オピニオン・リーダー」達の間で、上記のイデオロギー的な議論をさらに呼び起こす。このような議論を前に、公衆が公的資金投入に理解を示すのはより困難をきたす。

米国は、公的資金投入について総じて日本よりも早期の対応を実現したが、やはり尋常ならぬ政治的衝撃と困難を乗り越えねばならなかったことは同様である。

このように、日米の金融危機が明らかにした公的資金投入の不人気かつ論争を呼びやすく、重大な政治的ショックをもたらす性質を踏まえつつ、日米金融危機対応の間で何らかの「学習 (learning)」があったのかという研究課題に取り組みたい。具体的には、Hoshi and Kashyap (2010) が示す「日本の経験からの 8 つの教訓」に関する米の学習状況の評価が、政治経済学的観点を踏まえた場合、どのように修正されるのかを以下説明する（前掲の表の右欄参照）。

95 National Economic Council：国家経済会議

96 Wall Street Journal. February 25, 2009. "Bank Stress Test FAQ."

97 リーマン・ショック以降の米国の株価（S&P500：2007 年 10 月 9 日に史上最高値 1565.15 を記録）は、2009 年 3 月 9 日に最安値 676.53 をつけて反転した。

98 Witness Statements at the Senate Budget Committee. February 7, 2012.

まず、政治経済学観点を踏まえ日米の経緯を比較した場合、Hoshi and Kashyap (2010) が「学んでいない」とするものを、「学んだ」との評価に修正すべきなのは、「教訓1：銀行が資本支援を断る可能性」である。当該教訓について、同論文は、2008年に米国で TARP 2 を実施する際、幾つかの金融機関が公的支援を得たくないとして強固にこだわったことを以て、この点米国は日本の教訓を学んでいないとしている (pp. 413)。しかし、TARP 2 の実施に当たり、10月13日に財務省の一室に主要9銀行のCEOを一堂に呼んで、いわば「缶詰め」にし、政府側の主要メンバー勢揃いで臨み、「我々は、9行全部がプログラムに参加すると発表する予定だ。」「欲しがっているかどうかに係わらず（皆、公的）資金を受け取るものと考えている。」（ポールソン）と強い言葉でサインを迫った⁹⁹というのは、正に一部の金融機関が受け取りを拒否する可能性があるということを認識し、それを阻止するためにとった行動と言える。（そして、実際に全機関からサインを得ている。）同会議の前には、「最も弱い銀行にプログラムを受け入れ易いものにする唯一の方法は、最も強い銀行も同様に公的資金を受け入れて、プログラムへの参加が『烙印を押すものではない』ようにし、最も危険にさらされている銀行の問題すら隠してやることだ」（ガイトナー）との議論があったとされており¹⁰⁰、3. (3) で引用した Hoshi and Kashyap (2010) 指摘の “negative signal” 問題も、米国政府は理解していたと見受けられよう。よって、このような政策執行過程を踏まえれば、むしろ「銀行が資本支援を断る可能性」という教訓を米国（特に国家アクターたる米国政府）は、学んでいたとするのが適切と考えられる。

次に、Hoshi and Kashyap (2010) は学んでいたか「曖昧」なケースに分類しているが、政治経済学的観点からすれば「学んだ」ケースに変更すべきと考えられるのは、教訓2・3である。

「教訓2：救済パッケージを十分に大型とすること」について、同論文は、銀行の資本と経済成長との間に双方向の因果関係（経済成長が銀行資本を充実させる一方、銀行資本が経済の回復を支える）があることを指摘しつつ、「危機に対処するのに用意されたリソースが十分と証明されるかどうかは明らかではない」とし、同教訓を米国が日本から学んでいるかどうかは、「曖昧」なケースの一つに位置付けている (pp. 415)。経済回復につながるかも含めて考慮したこのような意見保留は穏健なものとは思われるが、政治的制約を踏まえれば、米国政府が TARP として、日本金融危機における最大の公的資金枠（2000年度に70兆円となった）に匹敵¹⁰¹する7,000億ドルもの巨額の税金の用意を一気に求め、リーマン・ショックからわずか18日後に議会からその承認を得たことは、米国が当該教訓をしっかりと「学んだ」ものと評価してよいのではないかと考える。特に、日本がこの公的資金枠に至るまで1997年危機から3年、数度の法改正を経たということを踏まえれば、公的資金投入の不人気かつ議論を呼ぶ性質にもかかわらず、2008年危機の翌月に最初の法律の段階でこの額に到達していることは驚きである。公的資金枠の使用面においても、1998年資本注入と1999－2000年資本注入を合わせて10兆円強に止まる日本に対し、米国が TARP 法案通過のその月に2,500億ドルの資本注入を発表し、更に数か月内に700

99 Sorkin (2010) pp. 527.

100 Ibid. pp. 517.

101 日米の公的資金枠については、危機の時期が違うため何時のドル円レートを使うべきか、また日米の経済規模の差をどう考えるか等の問題があり、一概には比較できないが、単純化のため1ドル＝100円で換算すれば、7,000億ドル＝70兆円である。

億ドルを追加注入したことは、当該教訓に照らした政治的アウトプットとして十分に評価できると思われる。

同様に、「教訓3：ソルベンシー（支払能力）問題解決における資産買取りプログラムの限界」について、Hoshi and Kashyap（2010）は「曖昧」なケースとするが、政治経済学的観点からすれば、「学んだ」ケースと評価できると考えられる。同論文は、「より根源的な教訓は、不良資産買取りだけでは資本不足を解決しそうにないということである」との見解に立ち、米国政府が TARP 1 等の「不良資産買取り」案に時間を浪費したことに不満を示し、米国が日本から学んだか「曖昧」なケースに分類している。「不良資産買取り」では不十分という見解自体は、本稿 2. の「問題化した金融機関のバランスシートを通じた分析」からも支持できるものであり、この不満は理解できるが、資本注入に比べた場合、不良資産買取りに流れやすいという政治的なバイアスは考慮すべきであろう。即ち、不良資産買取りは、「銀行の政府保有」としてイデオロギー的な議論を呼びやすい資本注入に比べれば、まだ資産に対して対価を払うという双方向性も見えやすく、公衆に説明しやすい。加えて、米国には、不良資産買取りによる S&L 問題解決という自国の成功体験が存在する。よって、今般米国において、税金原資による金融危機対応が、TARP 1（不良資産買取り）から始まったことはやむを得ないことであろう。にもかかわらず、（彼らも一面で認めているように）「米国は、深刻な資本不足問題の解決のために小さい資産買取りを試みるという日本の失敗を回避してきている¹⁰²」。そして、TARP 法案が議会に審議されているその最中に、財務省・FRB が TARP 2（資本注入）に向けて舵を切り、実施段階では TARP 1 は捨て去って、法案通過後 1 月も置かずに資本注入を発動したというのは、当該教訓に照らしてきわめて敏速な対応と言うべきではないだろうか。

最後に、Hoshi and Kashyap（2010）は「学んでいない」とするが、政治過程を考慮すれば少なくとも「曖昧」なケースと再評価できるのは、「教訓4：支援を信用性のある検査プログラムと結び付ける重要性」である。即ち、同論文は、TARP 2 の資本注入が当初厳格な監査・検査を経ずして実施されたことを以て、日本の教訓を学んでいない一例としている。確かに、日本の経験を学んでいれば最初から資産査定すべきであった、というのは「政策のデザイン面に関する教訓に集中する」（pp. 410）彼らの立場であれば、その通りであろう。一方で、公的資金投入を実現する政治的な難しさ、特に「教訓1：銀行が資本支援を断る可能性」も併せて考えれば、まずは検査・監査にこだわらずに主要金融機関の公的資金受領を優先させたことは、検査と結び付いた公的資金投入に向けた政治過程上の一つのステップとも見てとれる。その意味で、1997 年危機から厳しい検査を伴った 2003 年のりそな公的資金投入まで 6 年かかった日本に比べ、2008 年 9 月のリーマン・ショックから翌 2 月のストレス・テスト発表まで半年足らずで済ませた米国の対応は、十分評価できるのではないだろうか。とりわけ、ストレス・テストの導入が、日本に精通したガイトナーが財務長官に就任した直後であったことは、日本からの学習を示唆するものに思われる。よって、当初この教訓4に従っていなかったとしても、早期にその穴を埋めており、少なくとも、学んだか「曖昧」なケースと言えよう。

残り教訓 5～8 については、本稿では Hoshi and Kashyap（2010）の評価をそのままとする。

102 Hoshi and Kashyap（2010）pp. 415.

即ち、(政府が買取った不良資産の早期売却を唱える)「教訓5:不良資産のリストラの重要性」及び「教訓8:銀行の回復におけるマクロ経済成長の重大な役割」については、学んだか「曖昧」なケースとし、(「国有化」を勧める)「教訓6:適切な整理(resolution)当局の価値」については「学んでいない」が、(中小企業向け貸出促進など政治的貸出を戒める)「教訓7:政治主導的貸出の危険」については「学んだ」とする彼らの評価について、その変更を差し控える。これらについても議論すべき点(例えば、教訓6について、国有化なしで米国経済が回復を見せた今、果たして教訓として取り上げるべきか等)は多々あると思われるが、いずれも本稿の行った分析の範囲内における政治的制約面の考慮という点から直接評価の変更を迫るものではないため、本稿では議論を差し控える。

以上から、Hoshi and Kashyap (2010) の挙げる日本の経験からの8つの教訓について「学んだ」1件、「曖昧」4件、「学んでいない」3件とする同論文の評価は、本稿の分析に基づき政治制約面を考慮すると、「学んだ」4件、「曖昧」3件、「学んでいない」1件と再評価できる。即ち、政治経済学的観点を踏まえると、Hoshi and Kashyap の米国は全体として学んでいないという主張から大きく様相が変わり、むしろ米国は日本の経験から良く学んだと言えることができる。

そして、4. で見たように、Hoshi and Kashyap (2010) の8つの教訓に限らず、より全般的に日本の経験を積極的に米国(特に国家アクター)が学習したことを示すエピソードが多々存在する。(4. (2) のバーナンキ発言、4. (3) のスウェイゲル、ガイトナー各発言、4. (4) のオバマ、バーナンキ各発言等。) 背景には、米国政府内の日本金融危機についての知識の存在があることは言うまでもない(4. (3) 及び(4) 参照)。そして、これら国家アクターの主導・説得により、社会アクターにも結果的に一定の学習効果があったと推測される面も見い出せる(公衆の比較的弱い公的資金投入反対など)。上記(1)「8つの教訓」についての政治経済学的観点を踏まえた再評価に加え、このような日本からの(特に国家アクターにおける)積極的学習の証拠は、本稿の「米国の金融危機対応に当たっては、日本の金融危機対応の経験から、特に国家アクターにおいて直接的に(そしてその影響の下、間接的に社会アクターにおいても)政策決定・執行過程に影響を与える学習効果が存在した」との仮説を立証するものと言えよう。

結び

本稿では、Admati (2009) のアプローチを踏まえ、公的な資料等を取り上げつつ、戸矢(2003)、久米(2009)等の政治経済学的観点から、日米金融危機対応における公的資金投入を巡る政治過程を比較・考察した。これらの間には、公衆から批判等による公的資金投入時の政治的ショックなど、驚くほど共通するものが見出される一方、総じて今回米国は、日本よりも早期の対応を実現している。比較分析の結果、公的資金投入を導入する際の政治的制約を考慮すれば、Hoshi and Kashyap (2010) を批判的に見直すことができ、「米国の金融危機対応に当たっては、日本の金融危機対応の経験から、特に国家アクターにおいて直接的に(そしてその影響の下、間接的に社会アクターにおいても)政策決定・執行過程に影響を与える学習効果が存在した」と言い得ることを示した。即ち、米国は、公的資金投入という金融危機対応について、同じく民主主義国家であり経済大国である日本が経験した、歴史的に近接する危機への対応から学んだのである。

もちろん両金融危機における政治経済の事実関係は非常に複雑で、本稿では出来る限り公的な
いは信頼における資料を踏まえたが、必ずしも全てをカバーできてはいないであろう。その点
は留意が必要ではあるが、日米金融危機の政治経済学的な比較を通じ、少なくとも公的資金投入—
特に「資本注入」—の民主主義国家の政治過程における顕著な性質について指摘できたのではな
かろうか。

今後、本稿を踏まえ、非救済的資本注入としての「国有化」の分析・評価をどう進めるか等が、
さらなる研究課題となり得るであろう。

(受理日 5月7日)

(掲載許可日 7月24日)